

杭萧钢构(600477)/专业工程
Q1 业绩大涨超预期, 技术服务商地位愈发凸显
评级: 买入(维持)

市场价格: 14.03

目标价格: 18.30

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qizq.com.cn

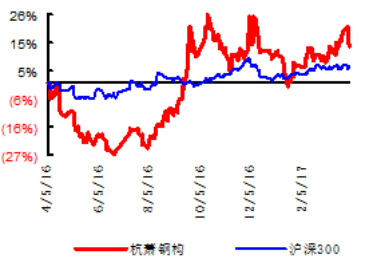
分析师: 杨涛

执业证书编号: S0740516080005

Email: yangtao@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,057
流通股本(百万股)	955
市价(元)	14.03
市值(百万元)	14,832
流通市值(百万元)	13,393

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 【中泰建筑】夏天: 杭萧钢构-业绩大幅增长, 现金流极佳, 合作方项目快速推进
- 【中泰建筑】杭萧钢构: 技术授权有望促一季度业绩大幅增长
- 【中泰建筑】杭萧钢构-一季度业绩有望明显增长, 全年有望高速增长

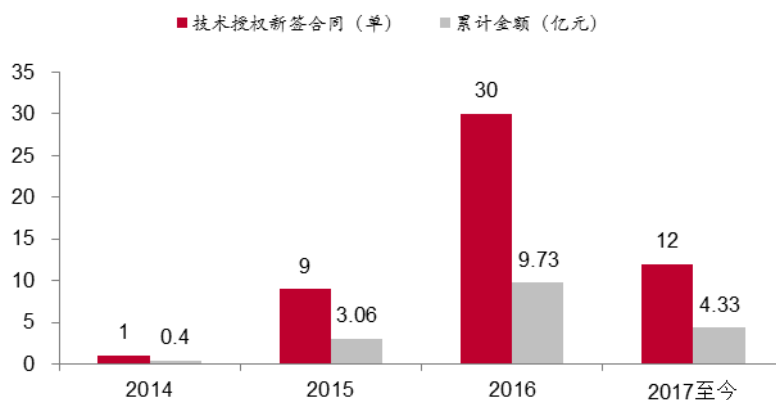
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,786.4	4,338.5	5,119.4	5,964.2	6,918.4
增长率 yoy%	-3.7%	14.6%	18.0%	16.5%	16.0%
净利润	120.5	448.8	711.4	979.5	1,275.6
增长率 yoy%	103.4%	272.4%	58.5%	37.7%	30.2%
每股收益(元)	0.11	0.42	0.61	0.85	1.10
净资产收益率	7.3%	20.7%	20.9%	23.9%	25.5%
P/E	123.1	33.1	22.8	16.6	12.7
P/B	9.0	6.8	4.8	4.0	3.2

备注:

投资要点

- **事件: 1) 公司公告 2017 年一季报。2) 公告与江苏恒健建设、河北邢台日盛房地产签署技术授权合同。**
- **业绩超预期, 技术授权驱动业绩大幅增长。**公司 2017 年一季度收入 7.98 亿元, 同比增长 19.60%, 归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 229.36%。公司业绩大幅增长主要是一季度成功签订并落地 7 家技术授权合同(累计 2.5 亿元, 2016Q1 为 1.3 亿元)。自 2014 年以来, 累计签署了 52 单技术授权合同, 14/15/16/17 年至今分别签署了 1/9/30/12 单, 驱动公司近三年业绩加速增长, 我们预计 2017 年仍有望高速增长。
- **技术授权收入快速增加促利润率提高, 期间费用率有所下降。**2017Q1 公司综合毛利率 33.70%, 同比增加 4.98 个 pct, 主要由于高毛利的技术授权业务占比不断提升带动整体盈利能力提升。三项费用率为 15.02%, 同比下降 6.99 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.35/-4.74/-1.90 个 pct。管理费用率下降主要系部分子公司职工薪酬提前计提所致; 财务费用率降低主要是公司归还借款利息支出减少所致。净利润率提高 9.62 个 pct 至 15.11%。公司经营性现金流净流出-0.82 亿元, 上年同期为 0.48 亿元, 主要由于公司一季度减少了以票据形式结算的支付, 应收票据支付减少 1.86 亿元。
- **新签合同趋势良好, 技术授权有望逐季加快。**截至 2017 年 4 月底, 公司已经签订技术授权 12 单, 合同金额 4.33 亿元。2016 年中报公司共签订 12 单, 合同金额 4 亿元。预计今年上半年接单同比大幅增长, 全年有望签订 40-50 单。目前合作方已有 11 家已承接工程项目(包括厂房、公建、住宅等), 其中新疆天玑、武钢雅苑、万年达杭萧、兰考中鑫钢构 4 家钢结构住宅工程项目在建, 后续更多项目有望加快落地。一季度传统业务订单趋势良好, 新签订单 10.12 亿元, 同比增长 69.80%。
- **钢结构住宅技术壁垒高, 市场认可度极佳。**公司钢管束技术经过长期投入研发和市场推广, 不仅在钢管束生产设备和制造工艺环节前期做了充足的专利申请保护, 更重要的是在设计 and 验收环节构筑了较高的行业壁垒, 竞争对手在相当长的时间内较难跟进。公司技术授权业务一方面符合当前政策导向、受到地方政府鼓励(部分地区对于装配式住宅补贴达到 70-100 元/平米), 受到地方开发商和建筑公司欢迎; 另一方面公司通过杭州绿城九龙仓项目、厦门合生创展帝景苑项目获得良好应用示范, 技术本身展现出良好的市场生命力。在未来一段时间内公司技术授权业务有望持续快速增长。
- **雄安新区面向全球招标, 装配式建筑龙头有望受益。**国务院办公厅印发执行《关于大力发展装配式建筑的指导意见》, 中央政府力推装配式建筑。30 个省市地方政府层面积极响应, 行业面临快速发展时期。此外, 雄安新区明确提出要建设绿色、生态新城, 有望大力推广装配式建筑, 成为全国样板。近日新区规划面向全球招标, 我们预计后续建设钢结构是主要方向之一。其次, 国开行与河北省签署合作备忘录, 将提供 1300 亿支持新区起步区相关工作, 我们认为资金的落地将加快新区建设步伐。公司技术符合国家要求且在保定市内已有合作伙伴, 有望直接受益雄安建设。
- **投资建议:** 我们看好公司在建筑产业化推广中通过创新商业模式分享的技术红利, 预计公司 2017/2018/2019 年盈利分别为 7.11/9.80/12.76 亿元, EPS 分别为 0.61/0.85/1.10 元(增发摊薄), 对应三年 PE 分别为 23/17/13 倍。给予 18.30 元目标价(对应 17 年 30 倍 PE), “买入”评级。
- **风险提示:** 建筑产业化推进不达预期的风险、应收账款无法收回的风险。

图表 1：公司历年新签技术授权订单


来源：中泰证券研究所

图表 2：技术授权合同列表

序号	公告日期	交易对手方	技术许可费 (万元)	技术使用费 (元/平方米)	共同投资设立钢构公司	经营区域	技术许可合作方 (区域总数)
1	2014-9-9	河北世人美石房地产开发有限公司	4000	5	杭萧出资 900 万元 占股 30%	河北省邯郸	1 (1)
	2014 合计		4000				1/1
2	2015-3-17	呼图壁县文汇房地产开发有限公司	4000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 30%	新疆乌鲁木齐	1 (2)
3	2015-7-2	福建一建集团有限公司	3000	8	杭萧出资 500 万元 占股 20%	福建三明	1 (1)
4	2015-7-17	河北钢山房地产开发集团有限公司	3000	5	杭萧出资 500 万元 占股 20%	河北保定	1 (3)
5	2015-8-24	江苏巨业建设集团有限公司	3600	6	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	江苏南通	1 (3)
6	2015-8-27	兰考中鑫钢构建设投资有限公司	3000	5	杭萧出资 500 万元 占股 10%	河南为开封地区和兰考县	1 (1)
7	2015-9-1	四川瑞泽地产集团有限责任公司	3500	5	杭萧出资 900 万元 占股 30%	四川遂宁	1 (1)
8	2015-9-21	河南富春建设工程有限公司	3500	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	河南郑州	1 (6)
9	2015-9-24	章丘市第二建筑安装 (集团) 有限责任公司	3500	5	杭萧出资 500 万元 占股 20%	山东济南	1 (3)
10	2015-12-5	四川华泰建设有限责任公司	3500	5	杭萧出资 600 万元 占股 20%	四川广安	1 (1)
	2015 合计		30600				9/21

11	2016-1-29	湖北武钢雅苑钢结构建设有限公司	3000	5	杭萧出资 900 万元 占股 15%	湖北鄂州	1 (1)
12	2016-2-3	山东北新汇隆集成房屋有限公司	3500	5	杭萧出资 1000 万元 占股 25%	山东菏泽	1 (3)
13	2016-2-5	西部矿业集团有限公司	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	青海西宁	1 (1)
14	2016-2-26	韩城市经济技术开发区建设投资有限公司	3500	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	陕西渭南	1 (1)
15	2016-4-11	山东蓬建建工集团有限公司	4000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 25%	山东烟台	1 (4)
16	2016-4-23	湖北麻一建设有限公司	3000	5	杭萧出资 600 万元 占股 15%	湖北黄冈	1 (1)
17	2016-4-27	安徽天筑建设(集团)有限公司	3000	5	杭萧出资 500 万元 占股 10%	安徽阜阳	1 (2)
18	2016-5-9	安徽石强新型材料有限公司	4000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 20%	安徽合肥	1 (5)
19	2016-5-19	重庆跃龙钢构股份有限公司	4000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	重庆	1 (1)
20	2016-5-30	贵州跃龙钢结构有限公司	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	贵州黔南布依苗族自治州	1 (1)
21	2016-7-1	江苏万年达金属制品有限公司	3000	5	杭萧出资 600 万元 占股 10%	江苏连云港	1 (2)
22	2016-7-1	大同泰瑞集团建设有限公司	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	山西大同	1 (1)
23	2016-8-19	宣化钢铁集团有限责任公司	3500	5	杭萧出资 1500 万元 占股 10%	河北张家口	1 (1)
24	2016-9-2	甘肃嘉洪钢结构工程有限公司	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	甘肃平凉	1 (1)
25	2016-9-10	新疆维泰开发建设(集团)股份有限公司	3500	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	新疆乌鲁木齐	2 (2)
26	2016-9-20	东营邦润新材料有限公司	3200	8	杭萧出资 1000 万元 占股 20%	山东东营	1 (1)
27	2016-9-26	河南省平萧建设工程有限公司	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	河南平顶山	1 (1)
28	2016-9-29	湖北华林建设	3500	5	杭萧出资 1000 万元 占股 20%	湖北十堰	1 (1)
29	2016-10-10	商丘市鑫佳房地产公司	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 20%	河南商丘	1 (2)
30	2016-10-31	于都县华强水泥	3000	6	杭萧出资 1000 万元 占股 12.5%	江西赣州	1 (3)
31		巴中市华兴实业	3500	5	杭萧出资 1000 万元 占股 10%	四川巴中	1 (1)
32		贵州盛红科技	3000	5	杭萧出资 1000 万元 占股 25%	贵州六盘水	1 (1)

33	2016-11-10	安徽耀博建设	3500	6	杭萧出资1000万元 占股10%	安徽衢州	1 (1)
34	2016-11-28	烟台胜润置业	3000	5	杭萧出资1000万元 占股10%	山东烟台	2 (4)
35	2016-11-28	山东蓬建建工集团	5100	5	杭萧出资1000万元 占股25%	山东临沂	1 (1)
36	2016-12-1	赤峰北奔重汽威龙专用车	3500	6	杭萧出资1000万元 占股10%	内蒙赤峰市	1(1)
37		淮安市中天钢构	3500	5	杭萧出资1200万元 占股12%	江苏省淮安市	1(2)
38	2016-12-16	南昌县城市建设	875	5	杭萧出资1000万元 占股20%	江西南昌	1 (3)
		江西众诚绿建	2625	5		江西南昌	
39	2016-12-31	宁夏远高新能源装备	3000	6	杭萧出资1000万元 占股10%	宁夏银川	1 (2)
2016 合计			97300				30/51
40	2017-1-24	绵阳宏达资产	3500	5	杭萧出资500万元 占股10%	四川绵阳	1 (2)
41	2017-2-21	江西鑫邦实业	3000	5	-	江西上饶	1(2)
42	2017-3-1	安徽省民和置业	3500	5	杭萧出资1000万元 占股20%	安徽亳州	1 (1)
43	2017-3-6	玉溪市宇城钢结构有限公司	3500	5	杭萧出资1000万元 占股10%	云南玉溪市	1 (1)
44	2017-3-16	武汉东方建设集团	4000	5	杭萧出资1500万元 占股30%	湖北武汉	1 (5)
45	2017-4-1	梅州市冠华装配建筑有限公司	3500	5	杭萧出资1500万元 占股10%	广东省梅州市	1 (1)
46		洛南县德星农业综合扶贫开发投资有限责任公司	3500	5	杭萧出资1000万元 占股10%	陕西省商洛市	1 (1)
47	2017-4-15	福建六建集团	4000	5	杭萧出资1500万元 占股15%	福建福州	1 (3)
48	2017-4-20	南宁智胤房地产投资	4000	5	杭萧出资1000万元 占股10%	广西南宁	1 (3)
49	2017-4-21	湖北荆门城建集	3800	5	杭萧出资1000万元 占股12.5%	湖北荆门市	1 (1)
50	2017-4-28	江苏恒健建设集团	3500	5	杭萧出资1000万元 占股10%	江苏盐城市	1 (2)
51	2017-4-28	邢台日盛房地产	3500	5	杭萧出资1500万元 占股10%	河北邢台市	1 (2)
2017 年至 今			43300				

来源：公司公告，中泰证券研究所，

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。